

Impel

kupuj

usługi outsourcingowe

poprzednia rekomendacja: -

Cena: 28.0

Cena docelowa: 37.6

Wzrost przez konsolidację

Impel to największa w Polsce grupa firm specjalizujących się w outsourcingu dla przedsiębiorstw, korzystająca z dotacji przysługujących posiadaczom statusu Zakładu Pracy Chronionej. W ostatnich latach Grupa skupiała się na konsolidacji rozdrobnionego rynku oraz poprawie rentowności. Dzięki udanej restrukturyzacji Impel osiąga od 2009 roku rentowność nawet bez dotacji państwowych. Ostatnie zmiany w przepisach dotyczących ZPCh skłoniły zarząd Impela do kolejnych działań mających na celu neutralizację ich wpływu na wyniki spółki.

Znaczna poprawa rentowności i słabnąca dynamika wzrostu sprzedaży

Ze względu na osiągniętą wielkość Impel wydaje się mieć ograniczone możliwości wzrostu poprzez rozwój organiczny. Spółka widzi natomiast szanse w konsolidacji rynków, na których działa, gdyż charakteryzują się one dużym rozdrobnieniem. W ostatnich trzech latach Impel wyraźnie poprawił marżę, osiągając w 2009 roku rentowność operacyjną bez uwzględnienia wpływów z dotacji. W ubiegłym roku, w wyniku dalszych działań restrukturyzacyjnych spółka ponownie poprawiła rentowność, mimo ponoszenia dodatkowych kosztów związanych z wdrażaniem zintegrowanego systemu informatycznego.

Zmiany przepisów dotyczące ZPCh

Impel S.A. - spółka matka oraz Impel Cleaning i Impel Securities, stojące na czele segmentów odpowiadających za ok. 80% obrotów Grupy, posiadają status Zakładu Pracy Chronionej (ZPCh), dzięki któremu otrzymują dotacje do wynagrodzeń niepełnosprawnych pracowników. Kolejne na przestrzeni ostatnich lat niekorzystne zmiany w ustawie dotyczącej rehabilitacji osób niepełnosprawnych, z których część obowiązuje od bieżącego roku, mają negatywny, acz ograniczony wpływ na działalność spółki, dzięki przeprowadzonym działaniom restrukturyzacyjnym.

Wycena

Wycenę Impela przeprowadziliśmy metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metodą porównawczą. Na podstawie naszych prognoz wartość jednej akcji spółki szacujemy na 37.56 PLN, co daje 34% potencjał wzrostu. W wycenie nie uwzględniliśmy ponad 180 mln PLN (ok. 54% obecnej kapitalizacji) potencjalnego zysku operacyjnego z tytułu aktualizacji wartości gruntów. Wartość ta powinna być stopniowo uwalniana, w miarę realizacji kolejnych projektów deweloperskich, jednak z uwagi na opóźnienia w realizacji inwestycji, nie uwzględniamy jej w naszej waluacji.



Max/min 52 tygodnie (PLN)	32.97 / 21.43		
Liczba akcji (mln)	12.2		
Kapitalizacja (mln PLN)	340		
EV (mln PLN)	369		
Free float (mln PLN)	100		
Średni obrót 3 mies. (mln PLN)	0.6		
Główny akcjonariusz	Dzik Grzegorz		
% akcji, % głosów	41.5/46.0		
	1 m	3 m	12 m
Zmiana ceny (%)	0.4	3.7	16.3
Zmiana rel. WIG (%)	-0.8	3.2	15.3

Maciej Krefta
+22 598 26 88
maciej.krefta@millenniumdm.pl

Marcin Materna, CFA
(022) 598 26 82
marcin.materna@millenniumdm.pl

	Przychody	EBIT	EBITDA	Zysk brutto	Zysk netto	EPS	CEPS	BVPS	P/E*	P/BV*	EV /EBIT*	EV /EBITDA*	ROE (%)
2008	1 028.0	21.5	43.4	56.1	41.7	2.7	4.2	18.2	10.2	1.5	21.0	10.4	15.1
2009	1 068.9	47.3	68.3	47.3	33.5	2.8	4.5	22.0	10.2	1.3	7.8	5.4	12.5
2010p	1 134.6	57.8	83.4	59.8	47.4	3.9	6.0	25.5	7.2	1.1	6.3	4.4	15.3
2011p	1 171.4	43.1	69.7	43.8	34.5	2.8	5.0	26.4	9.9	1.1	8.5	5.3	10.8
2012p	1 227.5	45.6	72.9	45.0	35.4	2.9	5.2	27.9	9.6	1.0	8.1	5.0	10.5

p - prognozy skonsolidowane Millennium DM, mln PLN; * wskaźniki zostały wyliczone przy cenie rynkowej spółki na poziomie 28 PLN za akcję

Informacje dotyczące powiązań Millennium DM ze spółką, będącą przedmiotem niniejszego raportu oraz pozostałe informacje, wymagane przez Rozporządzenie RM z dnia 19.X.2005 roku umieszczone zostały na ostatniej stronie raportu.

Analiza SWOT

Mocne strony

- regularny wzrost obrotów i zysków oraz poprawa rentowności (osiągnięcie rentowności bez dotacji dla ZPCh)
- duża skala działalności, kompleksowość oferty i szeroki know-how firmy umożliwiające oferowanie usług niedostępnych dla małych, lokalnych konkurentów
- bogate doświadczenie i trafne decyzje Zarządu (skup i umorzenie niedowartościowanych akcji stanowiących blisko 1/5 kapitału)
- wartość ukryta w ziemi - atrakcyjne grunty we Wrocławiu oraz Serocku k. Warszawy - spółka nie dokonuje aktualizacji wartości posiadanych gruntów, których wartość rynkowa, ważona udziałem spółki, szacowana jest na ok 208 mln PLN (przy wartości księgowej wynoszącej 24.5 mln PLN)
- spółka wypłaca dywidendy (w 2010 rekordowy DPS wyniósł 1.5 PLN)
- wdrożenie zintegrowanego systemu informatycznego poprawiającego efektywność zarządzania oraz jakość obsługi klientów

Słabe strony

- ograniczone możliwości wzrostu organicznego wynikające z dużej skali działalności
- ograniczone pole do cięcia kosztów związane z przeprowadzeniem udanych działań restrukturyzacyjnych w ostatnich latach
- brak zorganizowanego na szeroką skalę cross-sellingu produktów grupy

Szanse

- rosnące zainteresowanie outsourcingiem jako narzędzie optymalizacji kosztów - poszerzanie zakresu obsługi klientów, cross-selling
- możliwość konsolidacji rozdrobnionego rynku usług porządkowo-czystościowych oraz ochrony
- ograniczona podatność usług dla biznesu na zmiany otoczenia makroekonomicznego
- wobec poprawy koniunktury - mniejsza presja klientów na ograniczanie kosztów, wobec pogorszenia koniunktury - wyższa podaż na rynku pracy usług niskopłatnych przy rosnącym bezrobociu

Zagrożenia

- niekorzystne zmiany w przepisach dotyczących ZPCh wchodzące na lata 2011-2013 (m.in. brak dotacji dla niepełnosprawnych z prawem do emerytury, spadek wysokości dotacji, zamrożenie podstawy dofinansowania)
- ryzyko dużego wzrostu płacy minimalnej (2007/08 +20.3%, 2008/09 +13.3%, 2009/10 +3.2% i 2010/11 +5.2%)
- zatory płatnicze wśród odbiorców usług, ograniczające płynność finansową,
- nacisk odbiorców usług na obniżanie cen uniemożliwiający ich realizację na założonym w umowach poziomie,
- rosnąca skala konkurencji cenowej stosowanej przez znaczną część podmiotów świadczących analogiczne usługi,
- niestabilne środowisko prawne

Wyniki I-III kw. i prognoza na IV kw. 2010

Skonsolidowane wyniki kwartalne Impel po 3 kw. 2010

	III kwartał 2010	III kwartał 2009	zmiana	I-III 2010	I-III 2009	zmiana
Przychody	285.5	270.9	5.4%	837.0	794.2	5.4%
w tym: dotacje	9.6	9.4	2.4%	27.5	26.5	3.8%
EBITDA	27.8	22.9	21.3%	65.3	56.6	15.3%
EBIT	21.5	17.7	21.6%	46.2	40.9	12.9%
Zysk netto	16.7	11.9	40.3%	38.5	27.4	40.5%
Marże						
Marża EBITDA	9.7%	8.5%		7.8%	7.1%	
Marża EBIT	7.5%	6.5%		5.5%	5.1%	
Marża netto	5.8%	4.4%		4.6%	3.5%	

Wg MSR/MSSF; mln PLN;

Przychody Grupy Impel po 3 kwartałach 2010 roku wzrosły o 5.4% r/r, przy czym udział dotacji wyniósł 3.4% i był zbliżony do poziomu obserwowanego w analogicznym okresie roku ubiegłego (3.5%). Wyższe obroty wynikają z pozyskiwania nowych kontraktów, renegotjacji starych umów oraz przeprowadzonych akwizycji - w III kwartale 2010 roku obroty przejętych w 2009 roku spółek (HK ZUH Partner sp. z o.o., Eko-Partner sp. z o.o., PP-UH Consensus sp. z o.o.) wyniosły 7 mln PLN. Poprawie uległy także wyniki Impela - wzrost EBIT wyniósł 12.9% r/r, natomiast zysk netto wzrósł o 40.5% r/r. Na tak dynamiczny wzrost zysku netto wpływ miało wykorzystanie ulgi technologicznej z tytułu wdrożenia innowacyjnych systemów informatycznych (niższe obciążenia podatkowe), zysk Vantage Development oraz uwzględnienie 100% zysku Impel Cash Services (10 listopada 2009 roku dokupiono 49% udziałów tej spółki). Marża EBIT po trzech kwartałach 2010 roku wyniosła 5.5%, natomiast marża zysku netto 4.6%.

Prognoza skonsolidowanych wyników Impel na IV kw.2010

	IV kwartał 2010	IV kwartał 2009	zmiana	I-IV 2010	I-IV 2009	zmiana
Przychody	297.6	274.7	8.4%	1 134.6	1 068.9	6.1%
w tym: dotacje	9.4	9.0	3.8%	36.9	35.6	3.8%
EBITDA	18.1	11.7	54.9%	83.4	68.3	22.0%
EBIT	11.7	6.4	82.4%	57.8	47.3	22.3%
Zysk netto	8.9	6.1	45.6%	47.4	33.5	41.5%
Marże						
Marża EBITDA	6.1%	4.2%		7.3%	6.4%	
Marża EBIT	3.9%	2.3%		5.1%	4.4%	
Marża netto	3.0%	2.2%		4.2%	3.1%	

Wg MSR/MSSF; mln PLN;

Szacujemy, że w IV kwartale spółka osiągnie 8.9 mln PLN zysku netto (+45.6% r/r). Wynik będzie niższy niż w poprzednim kwartale, ale należy pamiętać, że III kwartał jest zwykle najlepszy pod względem wyników (co jest związane z rozwiązywaniem rezerw urlopowych), natomiast IV kwartał jest najslabszy w roku (wyplata bonusów i premii świątecznych). Szacujemy, że rentowność liczona za cały rok 2010 spadnie w porównaniu z rentownością za 3 kwartały 2010 roku do poziomu 5.1% w przypadku marży operacyjnej oraz do 4.2% dla marży netto.

Wycena

Wyceny spółki przeprowadziliśmy w oparciu o metodę DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) i metodę porównawczą względem spółek zagranicznych zajmujących się outsourcingiem (usługi ochrony oraz porządkowo-czystościowe). Na podstawie metody DCF uzyskaliśmy wartość spółki na poziomie 450.3 mln PLN, czyli 37.06 PLN na akcję. Używając metody porównawczej wyceniliśmy spółkę na 512.0 mln PLN (42.14 PLN na akcję). Z uwagi na brak porównywalnych spółek z rynku polskiego, działających w analogicznym specyficznym środowisku prawnym, wycenie porównawczej przyznaliśmy symboliczną wagę 10%. Ważona wycena spółki wyniosła 456.5 mln PLN, czyli 37.56 PLN na akcję. Kwota ta przekracza cenę rynkową o 34% i dlatego wydajemy dla spółki rekomendację kupuj.

Przy wycenie pominęliśmy zyski ukryte w gruntach. Wartość rynkowa działek w części należącej do Impel S.A. przekracza 205 mln PLN, podczas gdy wartość księgowa tych udziałów wynosi niespełna 25 mln PLN. Oznacza to, że w ziemi ukrytych jest ponad 180 mln PLN zysku z tytułu aktualizacji wartości do wyceny rynkowej.

Podsumowanie wyceny

Metoda wyceny	Wycena spółki (mln PLN)	Wycena 1 akcji (PLN)	Waga
Wycena DCF	450.3	37.1	90%
Wycena porównawcza	512.0	42.1	10%
Wycena 1 akcji spółki (PLN)		37.6	

Źródło: DM Millennium

Wycena DCF

Do wyceny metodą DCF przyjęliśmy m.in. następujące założenia:

- do oszacowania stopy wolnej od ryzyka w kolejnych latach prognozy użyliśmy rentowności obligacji skarbowych
- długoterminowa stopa wolna od ryzyka po 2019 roku na poziomie 5.0%
- premia rynkowa za ryzyko równa 5%
- współczynnik beta na poziomie 1.0
- stopę wzrostu wolnych przepływów pieniężnych po roku 2019 na 2.0%
- dynamika wzrostu przychodów grupy (uwzględniając dotacje) po 2010 roku w zakresie 3.8-4.8%
- spadek dotacji po 2010 roku do poziomu stałego w okresie prognozy 25.8 mln PLN (wartość uzyskana w 2008 roku - poziom najniższy w giełdowej historii grupy)
- spadek marży operacyjnej (uwzględniając dotacje) po 2010 roku do poziomów 3.6-3.8%

Wycena spółki metodą DCF

(mln PLN)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	<2019	
Sprzedaż	1 135	1 171	1 227	1 286	1 346	1 408	1 469	1 538	1 608	1 681		
Stopa podatkowa (T)	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%		
EBIT (1-T)	46.9	34.9	36.9	39.3	41.1	43.2	43.0	46.7	49.1	51.5		
Amortyzacja	25.5	26.6	27.3	28.1	28.8	29.1	29.4	29.7	30.0	30.3		
Inwestycje	-13.2	-27.0	-28.3	-29.1	-29.9	-30.2	-30.5	-30.8	-31.1	-31.4		
Zmiana kap.obrotowego	-46.5	-6.4	-9.3	-9.7	-9.9	-10.2	-10.2	-11.3	-11.6	-12.0		
FCF	12.7	28.1	26.6	28.6	30.1	31.8	31.8	34.3	36.4	38.4	580	
Zmiana FCF		121%	-5%	7.5%	5.3%	5.7%	-0.2%	7.8%	6.2%	5.6%	2.0%	
Dług/Kapitał	25.3%	24.6%	23.6%	22.6%	21.6%	20.6%	19.8%	18.9%	18.1%	17.2%	25.0%	
Stopa wolna od ryzyka	4.5%	4.9%	5.2%	5.4%	5.6%	5.8%	5.9%	6.0%	6.1%	6.3%	5.0%	
Premia kredytowa	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	
Premia rynkowa	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	
Koszt długu	4.6%	4.9%	5.2%	5.3%	5.5%	5.6%	5.7%	5.9%	5.9%	6.0%	5.0%	
Koszt kapitału	9.5%	9.9%	10.2%	10.4%	10.6%	10.8%	10.9%	11.0%	11.1%	11.3%	10.0%	
WACC	8.2%	8.6%	9.0%	9.3%	9.5%	9.7%	9.9%	10.1%	10.2%	10.4%	8.8%	
PV (FCF)	13.9	28.3	24.6	24.1	23.1	22.2	20.0	19.4	18.6	17.6	266	
Wartość DCF (mln PLN)	477	w tym wartość rezydualna					266					
(Dług) Gotówka netto	-27											
Wycena DCF (mln PLN)	450											
Liczba akcji (mln)	12.2											
Wycena 1 akcji (PLN)	37.1											

Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

Ze względu na duży wpływ zarówno rezydualnej stopy wzrostu, jak również rezydualnej stopy wolnej od ryzyka na poziom wyceny, prezentujemy także jej wrażliwość na te parametry.

Wrażliwość wyceny Spółki na przyjęte założenia

PLN	rezydualna stopa wzrostu							
	0%	1%	2%	3%	4%	5%	6%	
stopa R_f rezydualna	4.0%	33.8	36.7	40.6	46.2	54.8	69.4	100.3
	4.5%	32.7	35.3	38.7	43.4	50.4	61.6	82.5
	5.0%	31.7	34.1	37.1	41.1	46.9	55.7	70.9
	5.5%	30.9	33.0	35.6	39.1	44.0	51.1	62.7
	6.0%	30.1	32.0	34.4	37.4	41.6	47.5	56.6

Źródło: Millennium Dom Maklerski S.A.

Bazując na metodzie DCF szacujemy wartość 1 akcji spółki na 37.1 PLN.

Wycena porównawcza

W skład grupy porównawczej włączyliśmy zagraniczne spółki zajmujące się świadczeniem usług ochrony, sprzątania, pralnictwem. Wartość spółki oszacowaliśmy w oparciu o wskaźniki: EV/EBITDA, EV/EBIT oraz P/E.

Wycena porównawcza do spółek zagranicznych

Spółka	Ticker	Kraj	EV/EBITDA			EV/EBIT			P/E		
			2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Central Security Patrols Co	9740	Japonia	2.4	bd	bd	4.6	bd	bd	16.8	bd	bd
G4S PLC	GFS	GB	6.0	5.8	5.5	9.2	8.0	7.6	18.8	12.7	11.8
Hakuseisha Co LTD	9736	Japonia	bd	bd	bd	bd	bd	bd	7.9	bd	bd
Derichebourg	DBG	Francja	14.4	5.1	4.4	bd	8.4	6.9	16.0	10.4	7.7
Lassila & Tikanojo OYJ	LAT1V	Finlandia	7.3	7.8	6.9	13.0	15.0	11.8	16.7	18.6	14.0
Groupe CRIT	CEN	Francja	10.5	5.1	4.0	15.3	6.4	4.7	31.3	18.3	12.0
Catering Intl Services	CTRG	Francja	6.7	7.1	5.2	8.5	bd	bd	19.6	17.4	13.8
Garda World Security Co	GW	Kanada	6.7	6.4	6.0	11.4	bd	bd	bd	bd	bd
Sohgo Security Services Co	2331	Japonia	4.8	4.7	4.5	11.3	10.5	9.6	21.7	bd	bd
Taiwan Sogo Shin Kong Secs Co	9925	Tajwan	8.4	bd	bd	11.9	bd	bd	10.7	bd	bd
Securitas AB	SECUB	Szwecja	8.0	8.2	7.8	10.3	10.6	10.0	13.6	bd	bd
Healthcare Services Group	HCSG	USA	20.0	16.8	14.2	21.8	18.4	15.3	35.0	bd	bd
Mediana			7.3	6.4	5.5	11.3	10.5	9.6	16.8	17.4	12.0

Dług netto

Wyniki spółki (mln PLN)	27.0	83.4	69.7	72.9	57.8	43.1	45.6	47.4	34.5	35.4
-------------------------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------

Wycena na podstawie poszczególnych wskaźników (mln PLN)

	581	420	375	628	428	409	794	600	426
Wagi		40%			30%			30%	

Wycena **512.0**

Wycena na 1 akcję **42.1**

Źródło: Bloomberg (ceny z dnia 14.01.2011), Millennium Dom Maklerski S.A.

Bazując na metodzie porównawczej wyceniamy 1 akcję spółki na 42.1 PLN.

Impel

Historia spółki

Rozwój Grupy IMPEL jest spleciony z najnowszą historią rozwoju polskiej przedsiębiorczości. Impel Spółka Jawna powstała w 1990 roku. W 1991 roku wprowadzone zostały usługi fizycznej ochrony mienia oraz usługi porządkowo-czystościowe, które do dziś stanowią trzon działalności operacyjnej Grupy. IMPEL z powodzeniem rozpoczął ekspansję kapitałową poczynając od 1995 roku, kiedy to powstała pierwsza spółka-córka. Przekształcenie Spółki Jawnej IMPEL w spółkę akcyjną nastąpiło w 1999 roku. W listopadzie 2003 roku spółka zadebiutowała na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie i kontynuowała rozwój zarówno organiczny jak i przez przejęcia. Na początku 2004 roku, w związku z potrzebą restrukturyzacji Grupy, wynikającą ze zmian w przepisach dotyczących ZPCh, fotel prezesa zarządu objął i zasiada w nim do dziś główny akcjonariusz i współzałożyciel spółki, Grzegorz Dzik. Obecnie spółka oferuje usługi outsourcingu dla przedsiębiorstw, instytucji finansowych, służby zdrowia i opieki społecznej oraz administracji publicznej w ponad 20 dziedzinach. Na koniec 2010 roku Grupa liczyła 40 podmiotów gospodarczych powiązanych kapitałowo. Grupa planuje dalsze akwizycje, szczególnie w takich branżach jak energetyka, górnictwo oraz przemysł ciężki, przejmując od klientów działalności, które nie są dla nich podstawowym biznesem, a w których Impel posiada główne kompetencje.

Zakład Pracy Chronionej - zmiany w przepisach

Impel S.A. oraz Impel Securities Sp. z o.o. i Impel Cleaning Sp. z o.o. posiadają status Zakładów Pracy Chronionej (ZPCh). Do najważniejszych korzyści czerpanych przez ZPCh należą państwowe dotacje do wynagrodzeń niepełnosprawnych pracowników, które mają na celu rekompensować pracodawcy wyższe koszty związane z zatrudnieniem takich osób. W III kwartale 2010 roku w całej Grupie Impel zatrudnionych na umowę o pracę było 14,650 pracowników, z czego 3,365 stanowiły osoby niepełnosprawne. Ryzyko zmian w przepisach o ZPCh towarzyszyło spółce od zawsze, za każdym razem jednak portafilia się ona dostosować do zmian w swoim środowisku biznesowym. Ostatnia nowelizacja przepisów dotyczących zatrudniania osób niepełnosprawnych mogłaby spowodować według obliczeń zarządu wzrost kosztów w 2011 roku o 0.3-0.6%, co oznaczałoby wzrost rzędu maksymalnie 6 mln PLN. Zarząd spółki, mając na uwadze planowane zmiany w przepisach, podjął działania dostosowawcze mające zneutralizować ich wpływ na działalność Grupy.

W bieżącym roku, po dokonaniu odpowiednich dostosowań w ramach grupy, zmiany w przepisach nie powinny mieć jeszcze zdaniem zarządu wpływu na wyniki spółki. Większe znaczenie będzie miało stopniowe wyrównywanie stawek dofinansowania przyznawane na pracownika niepełnosprawnego dla ZPCh z zakładami otwartego rynku, z jakim będziemy mieli do czynienia od 2012 roku.

Maksymalne dofinansowanie w zależności od stopnia niepełnosprawności (jako % płacy minimalnej) w 2012-13

	2011	1H 2012	2H 2012	2013	zmiana % 2012/11	zmiana % 2013/11
lekki	60%	50%	45%	40%	-25.0%	-33.3%
umiarkowany	140%	125%	115%	100%	-18%	-29%
znacznym	160%	170%	180%	180%	13%	13%
lekki+PS	100%	90%	85%	80%	-15.0%	-20.0%
umiarkowany+PS	180%	165%	155%	140%	-14%	-22%
znacznym+PS	200%	210%	220%	220%	10%	10%

Źródło: Rzeczpospolita z dn. 31.12.2010, Millennium DM

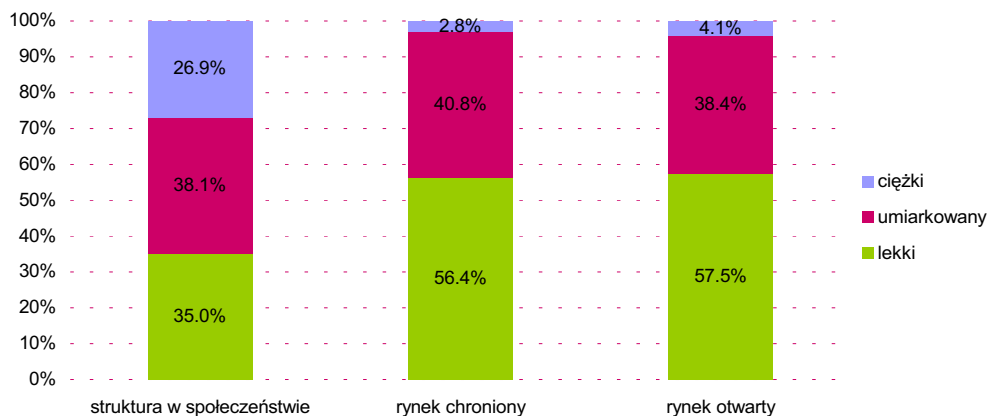
Do najważniejszych zmian w przepisach dotyczących ZPCh należą:

- utrata dofinansowania do wynagrodzeń osób z orzeczeniem niepełnosprawności, którym przysługuje prawo do emerytury (od 1 marca 2011)
- zamrożenie podstawy wyliczenia dofinansowania na poziomie płacy minimalnej z 2009 roku (tj.

1276 PLN) w latach 2011 i 2012 (poprzednio: minimalne wynagrodzenie z grudnia roku poprzedniego)

- stopniowe (do 2013 roku) wyrównanie stawek dofinansowania z PFRON dla ZPCh i zakładów z rynku otwartego (od 1 stycznia 2012 roku)

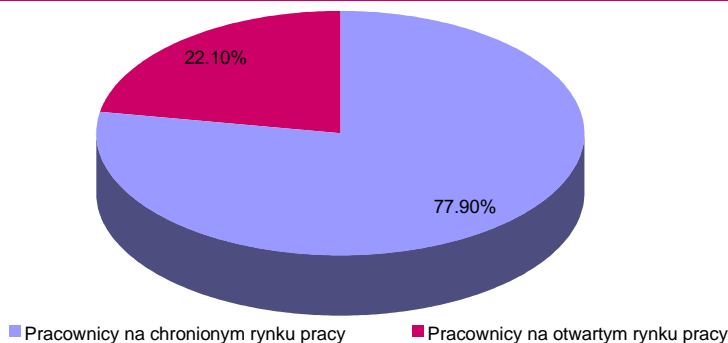
Zatrudnienie osób niepełnosprawnych według stopnia



Źródło: PFRON - EZON 2009, za: Raport POPON o stanie zatrudnienia osób niepełnosprawnych w Polsce, Warszawa 2010

Biorąc pod uwagę przeciętną strukturę stopnia niepełnosprawności w grupie aktywnej zawodowo (bez osób ze schorzeniami specjalnymi), ograniczenia dotacji dla ZPCh w 2012 roku na pracownika niepełnosprawnego wyniosłyby w stosunku do 2010 roku ok. 17% oraz ok. 30% w roku 2013. Należy jednak pamiętać, że faktyczny spadek dotacji w 2013 roku powinien być niższy ze względu na odmrożenie podstawy wyliczenia (płacy minimalnej). Zmiany w wysokościach dotacji dla konkretnego ZPCh zależą także od struktury stopnia niepełnosprawności zatrudnionych pracowników.

Struktura zatrudnienia osób niepełnosprawnych



Źródło: PFRON - EZON 2009, za: Raport POPON o stanie zatrudnienia osób niepełnosprawnych w Polsce, Warszawa 2010

Osoby niepełnosprawne aktywne zawodowo zatrudnione były w zdecydowanej większości w ZPCh. Nowelizacja ustawy o rehabilitacji osób niepełnosprawnych jest ostro krytykowana, gdyż zmiany uderzające w ZPCh bezpośrednio i najdotkliwiej odczuwają osoby niepełnosprawne, co jest zaprzeczeniem idei ich aktywizacji zawodowej.

Poprawa rentowności

Spółka w ostatnich latach przechodziła restrukturyzację, której efektem jest znaczna poprawa rentowności. W całym 2009 roku spółka uzyskała rentowność bez dotacji państwowych przysługujących ZPCh. W 2010 roku marże spółki ponownie uległy poprawie, co było efektem głównie dalszego ograniczenia kosztów pośrednich (optymalizacja kosztów struktur i poprawa sprawności zarządzania), pomimo ponoszenia wyższych (w stosunku do 2009 roku) kosztów z tytułu utrzymania i amortyzacji ZSI. Pozytywny wpływ na wyniki spółki w 2010 roku miało selektywne podejście do nowej sprzedaży, renowacja dotychczasowych kontraktów oraz wzrost efektywności operacyjnej w wyniku poprawy procesów zarządzania. W naszej prognozie, mając na uwadze możliwe skutki zmian w przepisach dotyczących ZPCh zakładamy, że rentowność

operacyjna w latach 2011-2019 (uwzględniając stały poziom dotacji w wysokości 25.8 mln PLN rocznie) będzie utrzymywać się w zakresie 3.6-3.8% (wobec 4.4% w 2009 roku). Nasze założenie wysokości marż należy uznać za bardzo konserwatywne. Wobec nacisków klientów na obniżkę cen spółka dba o odpowiedni poziom rentowności starając się równolegle ograniczyć zakres kontraktu. Spółka stara się również zabezpieczyć poziom rentowności przed wzrostem płacy minimalnej wpisując odpowiednie klauzule w umowach z kontrahentami. Należy także zauważyć, że wzrost płacy minimalnej, z uwagi na specyfikę branży, w równym stopniu wpływa na wszystkie podmioty w branży.

Działalność deweloperska - wartość ukryta w ziemi

Impel skuszony hossą na nieruchomościach, postanowił w pierwszej połowie 2006 roku dołączyć do grona spółek rozbudowujących działalność deweloperską. Grupa zdecydowała o koncentracji działalności deweloperskiej w jednym podmiocie Vantage Development S.A. (dawniej Asset Invest in Poland S.A.). W dniu 27 lutego 2008 roku podpisana została umowa inwestycyjna pomiędzy Impel S.A. i Impel Security Polska Sp. z o.o. a Vantage Development S.A. (VD), którego jedynym akcjonariuszami byli większościowi akcjonariusze Impel S.A., Grzegorz Dzik oraz Józef Biegaj. Celem umowy inwestycyjnej ma być uzyskanie wyższej efektywności ekonomicznej i organizacyjnej, dzięki koncentracji wszystkich nieruchomości Grupy Impel w VD. Umowa inwestycyjna, realizowana w trzech etapach, zakłada przeniesienie do VD udziałów kilku spółek zależnych Impel S.A., a także praw użytkowania wieczystego oraz praw własności nieruchomości zlokalizowanych we Wrocławiu przy ul. Rychtańskiej/Zakładowej należących do Impel S.A. i Impel Security Polska Sp. z o.o., w zamian za akcje VD. Obecnie zrealizowane są dwa pierwsze etapy oraz pierwszą część III etapu umowy inwestycyjnej. Druga część III etapu umowy z 28 lutego 2008 roku zakłada wymianę udziałów posiadanych pośrednio i bezpośrednio przez Impel S.A. w spółce celowej Promenady Wrocławskie VD Sp. z o.o. SKA (PW) na udziały w Vantage Development. W docelowej strukturze kapitału VD, Impel S.A. pośrednio i bezpośrednio ma posiadać 57.7%, natomiast G.Dzik wraz z J.Biegaj 42.3% (struktura może ulec zmianie, zależnie od wyceny wniesionych gruntów).

Vantage Development oraz Promenady Wrocławskie skupiające grunty Grupy Impel posiadają obecnie 7 działek zlokalizowanych we Wrocławiu oraz w Serocku pod Warszawą. Ich wycena rynkowa dokonana w 2009 roku wyniosła ponad 400 mln PLN z czego na Impel S.A. (ważąc udziałami spółki w VD i PW) przypada blisko 208 mln PLN. Wartość księgową udziałów spółki w tych gruntach wynosi 24.5 mln PLN i nie została zaktualizowana do wartości rynkowej. Oznacza to, że w ziemi Impel ukrywa przeszło 180 mln PLN zysku z tytułu aktualizacji wyceny, co stanowi ok. 54% obecnej kapitalizacji całej grupy. Wartość ta powinna być stopniowo uwalniana, w miarę realizacji kolejnych projektów deweloperskich, jednak z uwagi na opóźnienia w realizacji inwestycji, nie uwzględniamy jej w naszej wycenie.

Grunty i projekty deweloperskie Impel S.A.

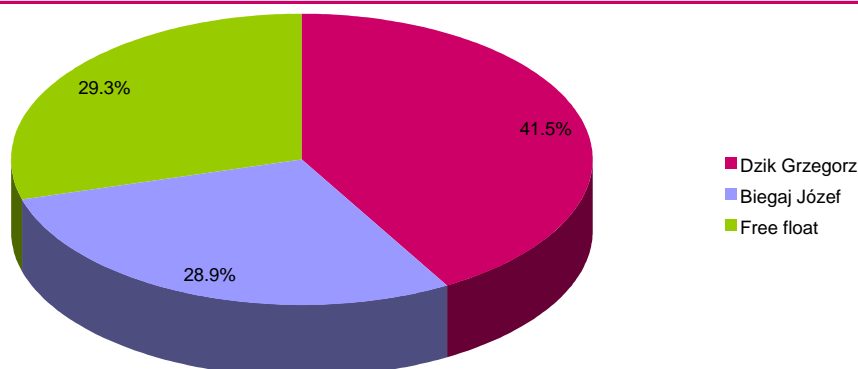
Projekt (Lokalizacja)	Etap projektu	Pow. działki	Wartość gruntu* (mln PLN)	Własność**	Udział Impel S.A. (mln PLN)
Słoneczne Sady (Sadków k.Wrocławia)	Domki jednorodzinne: docelowo 110 domów, w etapie 1a zrealizowano 16 domów, sprzedano 4	11.9 ha	20.3	100% VD	5.26
Centaurus (Wrocław, ul. Ślężna)	Mieszkania: docelowo 400 mieszkań, w etapie 1 realizacja 116 mieszkań, przedsprzedaż 60%	2.4 ha	50.4	50% VD	6.53
Alfa i Beta (Wrocław, ul. Ślężna)	Pow. biurowa: Uchwalony MPZP	1.8 ha	38.4	100% VD	9.95
Gamma (Wrocław, ul. Fabryczna,)	Pow. biurowa: Uzyskano pozwolenie na budowę; budynek biurowy (pow. ok. 13.5 tys. mkw), trwa komercjalizacja	0.5 ha	10.9	100% VD	2.82
Działka (Serock k.Warszawy)	Zabudowa mieszkaniowa jednorodzinna i rekreacyjna: Uchwalony MPZP	5.6 ha	5.4	100% VD	1.40
Delta (Wrocław, ul. Dąbrowskiego)	Pow. usł-handl: Uchwalony MPZP, przygotowanie koncepcji 1 etapu: budynek usł-handl (pow. ok. 3 tys. mkw)	0.4 ha	4.3	100% VD	1.11
Promenady Wrocławskie (Wrocław, ul.Rychtańska /Zakładowa)	Uchwalony MPZP, trwa przygotowanie do realizacji biurowca (pow. ok. 6.2 tys. mkw)	15.0 ha	279.0	100% PW	180.59
Łącznie			408.7		207.7

*Źródło: Spółka; * - wycena Cushman & Wakenfield 2009; ** - VD (Vantage Development S.A.), PW (Promenady Wrocławskie Sp. z o.o. S.K.A.)*

Ze względu na nagłe zakończenie hossy na nieruchomościach i utrzymującą się niesprzyjającą sytuację rynkową projekty deweloperskie Impela ulegają przesunięciom w czasie. Obecnie realizowany jest etap 1a projektu Słoneczne Sady oraz etap 1 projektu Centauris. W pierwszej połowie bieżącego roku ruszyć ma budowa jednego z projektów biurowych Gamma lub Epsilon (realizowany w ramach projektu Promenady Wrocławskie). W naszej analizie zdecydowaliśmy się nie uwzględniać potencjalnego zysku na transakcjach związanych z ziemią (spółka rozważa sprzedaż części posiadanych działek) i działalnością deweloperską Impela, zwracamy jednak uwagę na dodatkową wartość ukrytą w gruntach, która będzie stopniowo ujawniana w miarę realizacji projektów z nimi związanymi.

Akcyonariat

Struktura akcyonariatu



Źródło: Spółka

Skup i umorzenie akcji, możliwość nowej emisji

Zarząd spółki, dostrzegając zaniżoną wycenę spółki, podjął decyzję o skupie akcji własnych, którą poparli akcjonariusze podczas NWZA z dnia 16 października 2008 roku. Spółka skupiła w dniu 6 stycznia 2009 roku w publicznym wezwaniu 3 mln akcji reprezentujących 19.8% udział w kapitale i 14.9% w głosach na WZA. Cena w wezwaniu wyniosła 9.14 PLN za akcję.

Akcyonariusze obradujący podczas WZA w dniu 28 czerwca 2010 roku upoważnili Zarząd do podwyższania kapitału zakładowego spółki poprzez emisję do 4.5 mln akcji z możliwością wyłączenia prawa poboru. Pozyskane w ramach emisji środki miałyby zostać przeznaczone na planowane i realizowane projekty inwestycyjne oraz akwizycje. Upoważnienie wygasa z dniem 28 czerwca 2013 roku. Podczas tego samego WZA akcjonariusze zdecydowali o umorzeniu skupionych wcześniej w wezwaniu 3 mln akcji, które zostało zarejestrowane przez sąd w dniu 17 września 2010 roku.

Polityka dywidendy

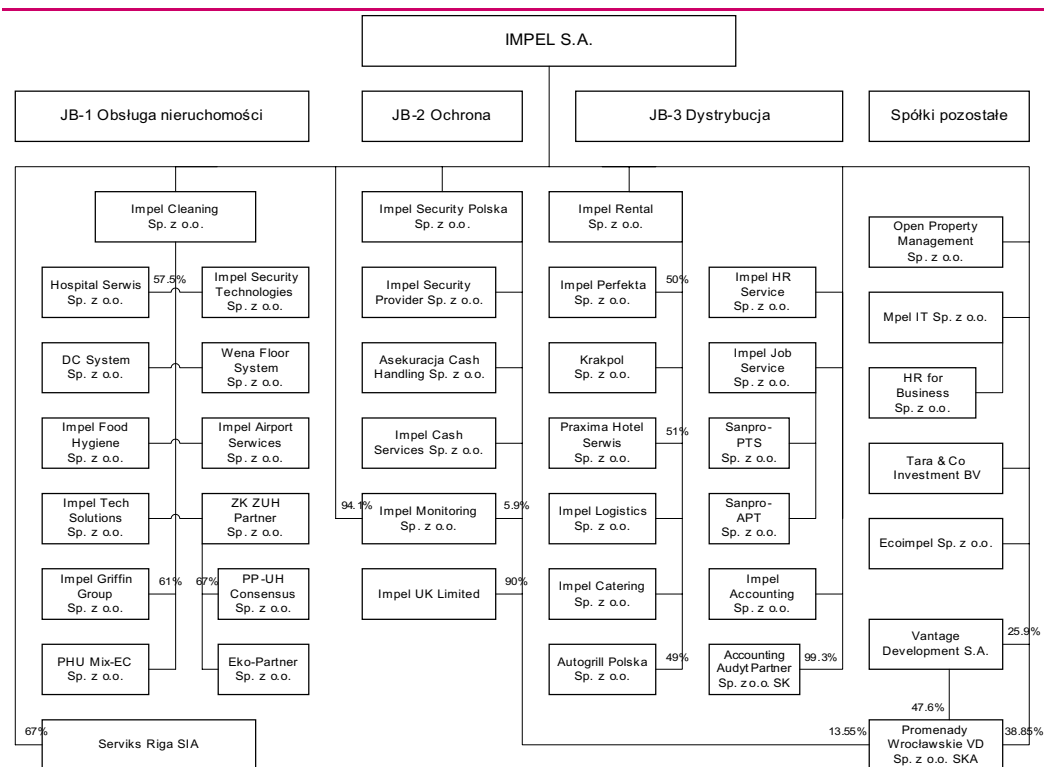
W dotychczasowej giełdowej historii spółka tylko dwa razy nie podzieliła się zyskiem z akcjonariuszami (za rok 2004 i 2007). Dywidenda wypłacona z zysku za rok 2008 wyniosła 1 PLN na akcję, zaś w następnym roku wyniosła rekordowe 1.5 PLN na akcję. W naszej prognozie zakładamy, że spółka będzie przeznaczać na wypłatę dywidendy 50% zysku netto. W 2011 roku przewidujemy wypłatę 1.94 PLN dywidendy na akcję, co oznacza stopę dywidendy wynoszącą 6.9%.

Model biznesu

Struktura grupy i segmenty działalności

Grupa Impel jest największą w Polsce grupą spółek specjalizującą się w outsourcingu usług dla przedsiębiorstw, instytucji finansowych, służby zdrowia i opieki społecznej oraz administracji publicznej. Dominującą rolę w Grupie odgrywa Impel S.A., która sprawuje formalny nadzór nad wszystkimi spółkami należącymi do Grupy, odpowiada za ich strategię, koordynację działań, jak również świadczy na ich rzecz usługi doradztwa biznesowego.

Skład Grupy Kapitałowej Impel*



Źródło: Spółka; *udziały w spółkach nie 100% zależnych zostały zaprezentowane na schemacie

Strukturę operacyjną Grupy tworzą trzy jednostki biznesowe:

1. **Obsługa Nieruchomości** - obejmuje usługi z zakresu wewnętrznego i zewnętrznego sprzątnia budynków, specjalistyczne usługi w zakresie zapewnienia czystości dla odbiorców instytucjonalnych oraz usługi technicznego utrzymania nieruchomości, systemów alarmowych, telewizji przemysłowej, ochrony przeciwpożarowej;
2. **Ochrona** - obejmuje usługi z zakresu fizycznej ochrony mienia, monitoringu, oraz cash handlingu i cash processingu (konwojowanie i obsługa gotówki);
3. **Dystrybucja** - obejmuje usługi z zakresu rentalu (wynajem odzieży roboczej i bielizny płaskiej), pralnictwa dla odbiorców instytucjonalnych, przygotowywania i dostarczania żywności, organizacji dostaw materiałów i towarów, obsługi kadrowo-płacowej i pracy czasowej oraz usługi księgowo.

Strukturę grupy uzupełniają pozostałe spółki, czyli podmioty świadczące m.in. usługi zarządzania nieruchomościami i zarządzania łańcuchem dostaw oraz informatyczne.

Usługi porządkowo-czystościowe oraz ochrona mienia zostały wprowadzone do oferty spółki w 1991 roku i do dziś stanowią trzon jej działalności operacyjnej. Dwie główne jednostki biznesowe spółki, obsługa

nieruchomości oraz ochrona, odpowiadały łącznie w 2009 roku i 1-3 kw. 2010 roku za około 80% przychodów Grupy (odpowiednio 80.8% i 82.1%). Spółka rozwija kolejne rodzaje działalności cały czas poprawiając i uzupełniając ofertę dla swoich klientów. Od maja 2010 roku Grupa Impel, poprzez zależną Impel IT Sp. z o.o., rozpoczęła świadczenie usług informatycznych (m.in. usługi programistyczne, audyt IT, outsourcingu systemów IT).

Konsolidacja rynku

Grupa Impel, będąc dużym graczem na rynku usług porządkowo-czystościowych oraz usług ochrony planuje dalszy wzrost przez zwiększanie udziału w rynku kosztem konkurentów oraz przez akwizycje. Zarówno rynek usług porządkowo-czystościowych, jak i ochrony charakteryzują się bardzo dużym rozdrobnieniem. W pierwszym przypadku około 80% rynku należy do firm o znikomych udziałach. Mniej rozdrobniony jest rynek ochrony, którego 36% należy do 5 największych podmiotów. Impel zainteresowany jest konsolidacją rynku. Grupa zainteresowana jest akwizycją podmiotów w szczególności w takich branżach jak energetyka, górnictwo oraz przemysł ciężki. Przejmowane podmioty są to często spółki pracownicze, które wydzieliły się ze struktury grupy oraz świadczą na rzecz zakładów usługi spójne z działalnością podstawową Impela. W 2009 roku Impel przejął 3 spółki od Arcelor Mittal, a w grudniu 2010 roku kupił spółkę PHU-MIX EC Sp. z o.o. od Dalkia Łódź oraz prowadzi rozmowy w sprawie kolejnych przejęć.

Zmiany w strukturze Grupy Impel w latach 2009-2010:

- 27 stycznia 2009 roku - nabycie 49% udziałów w Autogrill Polska
- 27 marca 2009 roku - nabycie 52.4% w Promenady Wrocławskie VD Sp. z o.o. SKA
- 10 listopada 2009 roku - nabycie 49% udziałów Asekuracja Sp. z o.o.
- 16 listopada 2009 roku - nabycie 100% udziałów w HK ZUH Partner, 100% udziałów w Eko-Partner oraz 56% udziałów w PP-UH Consensus
- 29 stycznia 2010 roku - nabycie pozostałych 49% udziałów Krakpol (usługi pralnictwa)
- 22 luty 2010 roku - zawiązanie spółki Accounting Audyt Partner sp. z o.o. S.K. w związku z planowanym rozpoczęciem świadczenia usług z zakresu rewizji finansowej, której komandytariuszem jest Impel Accounting sp. z o.o. (99.3%), a komplementariuszem Audyt Partner sp. z o.o.
- 24 luty 2010 roku - zawiązanie spółka Ecoimpel sp. z o.o. (usługi outsourcingowe)
- 8 grudnia 2010 roku - nabycie 100% udziałów w PHU Mix-EC

Rynek i konkurencja

Rynek usług porządkowo-czystościowych i technicznej obsługi nieruchomości

Rynek obsługi nieruchomości, rozumiany jako połączenie usług porządkowo-czystościowych (UPC) oraz technicznej obsługi nieruchomości (TON), według szacunków spółki wart jest około 4.5 mld PLN.

Rynek UPC jest bardzo rozdrobniony, działa na nim kilka tysięcy firm - około 80% rynku podzielone jest pomiędzy firmy o znikomych udziałach. Grupa Impel poza UPC Standard utworzyła dedykowaną linię produktową UPC Professional, która składa się ze spółek wyspecjalizowanych w określonych branżach (przemysł spożywczy, biurowce klasy A). Oferta UPC Professional składana jest wszędzie tam, gdzie specyfika branży wymaga zastosowania szczególnych technologii, maszyn i środków, jak również specjalistycznego przygotowania personelu, czym nie dysponują małe firmy sprzątające konkurujące ceną. Usługi porządkowo-czystościowe stanowią podstawę działalności jednostki JB-1 i przyniosły w jej w I połowie ub. roku 90% przychodów, z czego 75% stanowiły usługi UPC Standard, a 15% UPC Professional.

Konkurenci UPC (duże rozdrobnienie i różnicowanie): *ISS, Grupa Ever, ABC, AD Continental, Aspen, Amlux, Clar System, Dozorbud, Era, higiena System, Koloryt, ZU Południe, ZU Zachód, Prof.-us, Niro.*

W zakresie TON, posiadanie stosownych uprawnień i certyfikatów wymaganych przy świadczeniu specjalistycznych usług oraz odpowiednie zasoby techniczne, technologiczne i organizacyjne Grupy Impel plasują Impel Tech Solutions sp. z o.o. w gronie liderów rynku.

Konkurenci TON (międzynarodowi dostawcy działający na terenie całego kraju jak i mała, lokalna konkurencja): *Axima Services, Sodexo Polska, Dalkia Energy & Technical Services Sp. z o.o., Zintegrowane Systemy techniczne Sp. z o.o., Hochtief Polska FM, Gegenbauer Polska Sp. z o.o., Fm Polska Sp. z o.o., MW Zander, ISS Services Polska.*

Rynek ochrony osób i mienia, cash handlingu i monitoringu

Według obliczeń Spółki, potencjał rynku ochrony w wybranych segmentach wynosi ponad 9 mld PLN. Najbardziej dojrzały jest rynek ochrony fizycznej.

Rynek usług ochrony osób i mienia charakteryzuje się bardzo dużym rozdrobnieniem. Szacuje się, że w branży działa ponad 4.8 tys. firm (MSWiA wydaje średniorocznie 290 koncesji na ochronę osób i mienia). Dominującą rolę odgrywają dostawcy o zasięgu ogólnopolskim, czego dowodem jest skupienie około 36% rynku w rękach zaledwie 5 grup - Solid, Impel, Konsalnet-Skorpion, G4S i Securitas (ponadto Juventus, Ekotrade i Dozorbud). Firmy ochrony posiadają najczęściej kompleksową ofertę - oprócz fizycznej ochrony oferują zazwyczaj: konwojowanie wartości, inkaso, montaż systemów technicznych i monitoring, ochronę imprez masowych, szkolenia pracowników ochrony.

Cash Handling to wysokospecjalistyczna usługa obejmująca liczenie, sortowanie, pakowanie, przechowywanie znaków pieniężnych, transportowanie i ochronę wartości, a także sporządzanie raportów i zestawień z przeprowadzonych procesów.

Według danych za pierwszą połowę ubiegłego roku fizyczna ochrona mienia odpowiadała za 76% przychodów JB-2, natomiast Cash Handling przyniósł kolejne 19.4%.

Konkurenci: *Solid, Konsalnet-Skorpion, G4S, Securitas, Juventus, Ekotrade i Dozorbud.*

Rynek usług pracy tymczasowej, cateringu i rentalu odzieży

Spośród usług oferowanych w ramach JB-3 Dystrybucja największe przychody w I połowie 2010 roku wygenerowały usługi pracy tymczasowej (36.1%). Potencjał rynku pracy tymczasowej w wybranych segmentach szacuje się na ok. 2 mld PLN rocznie.

Konkurenci: *Work Service, Randstad Polska, Adecco, manpower, Start People, Trenkwalder & Partner.*

Usługi rental i pralnictwo (wynajmowanie zakładom pracy i jednostkom służby zdrowia odzieży pracowniczej i roboczej wraz z usługą prania) odpowiadały w I połowie minionego roku za 26.2% przychodów JB-3. Potencjał usług rentalu w Polsce wynosi (wg obliczeń Spółki) 4.8 mld PLN rocznie, a głównymi odbiorcami są sektory: lecznictwo, klienci sieciowi (banki, markety, supermarkety), hotele oraz przemysł.

Konkurenci (liderzy międzynarodowi): *CWS Boco, Berendsen, Bardusch, DBL* oraz firmy mniejsze lokalne: *CRL, KAROR, KORONI, PAKT, WEGA, Initial Matadoor, Stuhl i inni.*

Usługi cateringowe odpowiadały w I połowie 2010 roku za 24.1% sprzedaży JB Dystrybucja. Potencjał cateringu kontraktowego (wg obliczeń spółki) wynosi 4.5 mld PLN, a głównymi odbiorcami usługi są klienci z takich segmentów jak: szpitale, edukacja, przemysł i pomoc społeczna. Impel Catering sp. z o. o. pozostaje w gronie liderów polskiego rynku cateringu kontraktowego ze szczególnie silną pozycją w żywieniu w segmencie służby zdrowia.

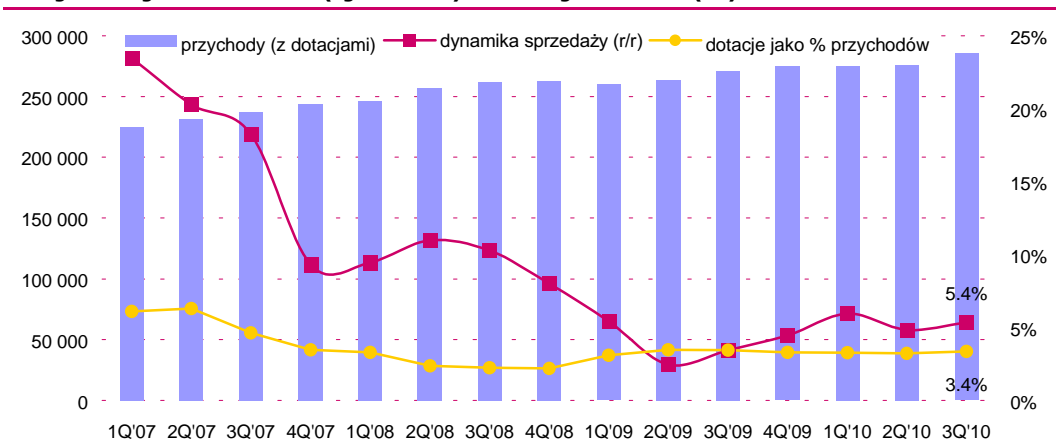
Konkurenci: *Sodexo Polska, Aspen Res, ISSWorld Poland/Gastropol Group, Catermed Sp. z o.o. Niro Sp. z o.o., DGP DOZORBUD Grupa Polska Sp. z o.o., P.Dussman Sp. z o.o., BRESCO Consulting Sp. z o.o., KSM Polska Sp. z o.o.*

Wyniki finansowe

Sprzedaż

Impel jest największą w Polsce grupą spółek specjalizujących się w outsourcingu usług dla przedsiębiorstw, która z kwartału na kwartał zwiększa obroty. Z uwagi na osiągnięte rozmiary na rynku, dynamika wzrostu sprzedaży spadła w ostatnich latach do 5-6% r/r.

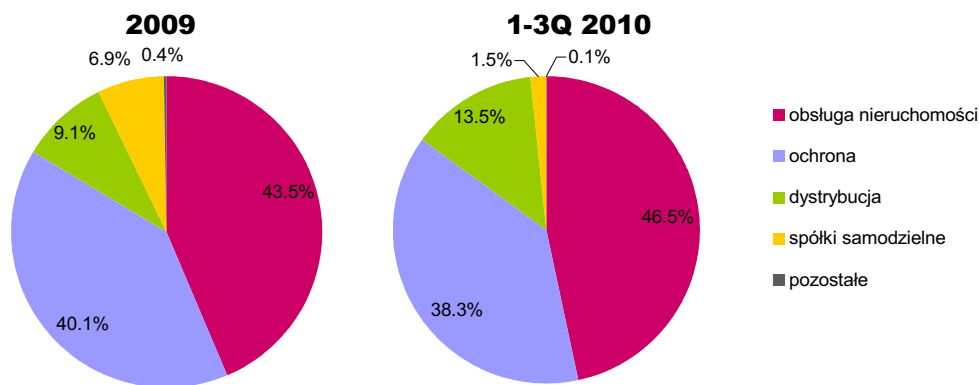
Przychody kwartalne (tys. PLN) i ich dynamika (%)



Źródło: Spółka

Spadek dynamiki przychodów został zahamowany w drugim kwartale 2009 roku. W długim okresie spółka liczy na utrzymanie tempa wzrostu obrotów rzędu 5-6% r/r. Źródłem wzrostu mają być nowe kontrakty oraz przejęcia.

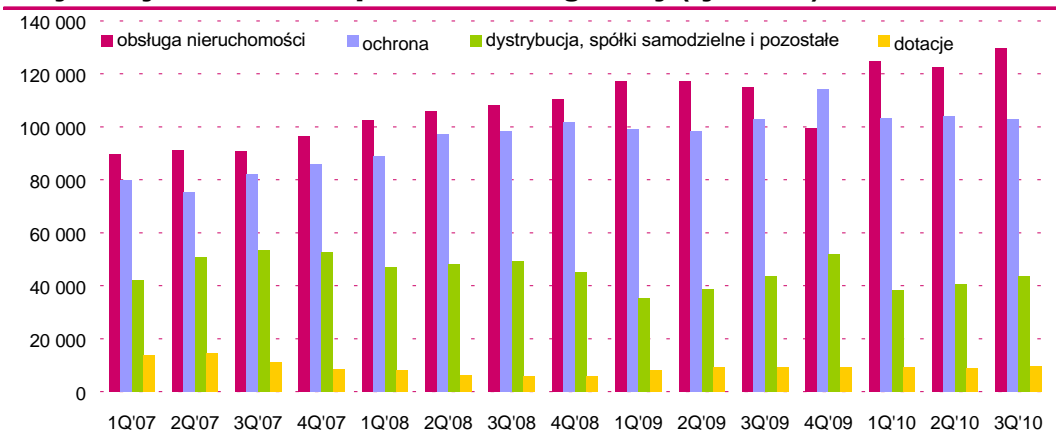
Struktura przychodów za rok 2009 i 3 kwartały 2010



Źródło: Spółka

W strukturze przychodów ze sprzedaży po pierwszych trzech kwartałach ubiegłego roku wzrost, kosztem spółek samodzielnych, udział segmentu dystrybucja. Zmiana ta spowodowana była reklasyfikacją między segmentami przychodów z usług z zakresu obsługi kadrowo-płacowej, pracy tymczasowej oraz obsługi księgowej. Wzrosły także (kosztem segmentu ochrony) udziały w sprzedaży ogółem przychody segmentu obsługi nieruchomości.

Przychody kwartalne w podziale na segmenty (tys. PLN)



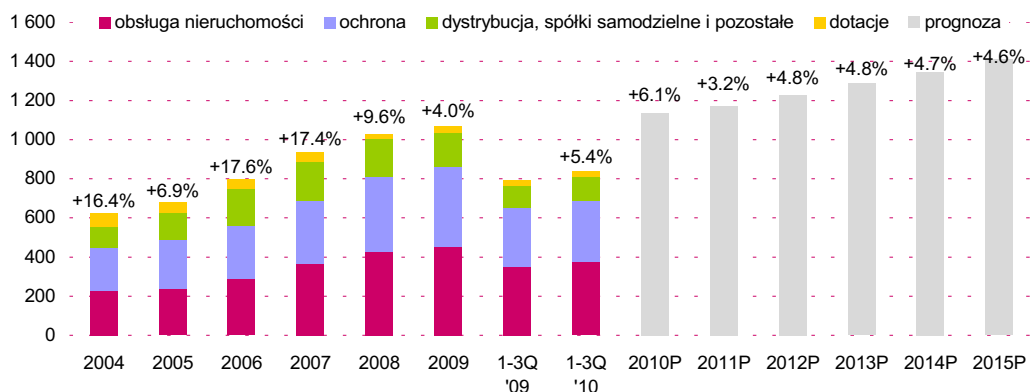
Źródło: Spółka

Sprzedaż kwartalna segmentu obsługi nieruchomości stanowi największy udział w obrotach spółki i odnotowuje regularne wzrosty. Przychody kwartalne z drugiej pod względem udziału segmentu - ochrony, utrzymują się na poziomie zbliżonym do uzyskiwanych w drugim kwartale 2008 roku. Rynek usług ochrony jest mniej rozdrobniony w stosunku do usług porządkowo-czystościowych, a przejęcia są trudniejsze do przeprowadzenia. Z danych spółki za rok 2009 wynika, że 5 największych grup ochraniarskich dzieliło między sobą 36% rynku.

Prognoza sprzedaży

Mając na uwadze rozmiar grupy oraz spadającą dynamikę sprzedaży zakładamy, że dalszy wzrost w okresie prognozy będzie utrzymywał się w przedziale 4.3-4.8% r/r.

Osiągnięte i prognozowane przychody GK Impel w latach 2003-2015 (mln PLN)

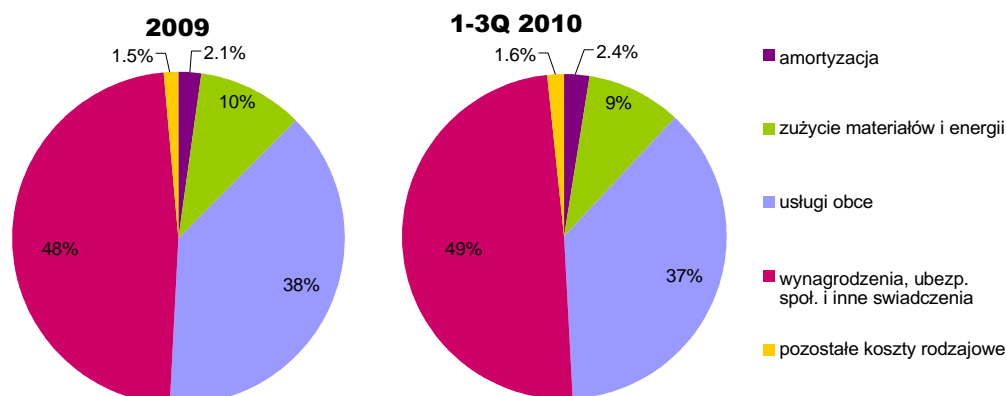


Źródło: spółka, prognozy Millennium DM

Spółka widzi duży potencjał konsolidacyjny rynku i przez cały czas prowadzi rozmowy w sprawie przejęć. O ile akwizycje z segmentu usług porządkowo czystościowych dotyczą niewielkich spółek, o tyle w segmencie ochrony można znaleźć podmioty o obrotach przekraczających 100 mln PLN. W naszej prognozie nie uwzględniamy dużych przejęć i zakładamy, że grupa będzie się rozwijać w tempie poniżej 5% rocznie.

Koszty

Struktura kosztów rodzajowych za rok 2009 i 3 kw-y 2010



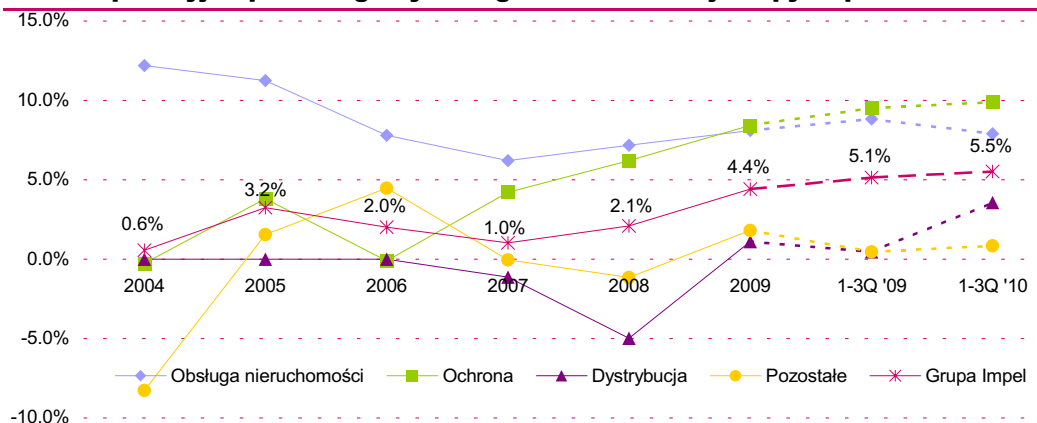
Źródło: Spółka

Grupa Impel zatrudniała w 2009 roku blisko 15 tys. osób (w etatach, na umowę o pracę), z czego ponad 3 tys. stanowili niepełnosprawni. Z uwagi na wielkość zatrudnienia oraz charakter prowadzonej działalności (usługi) największy udział w kosztach Impela stanowią wynagrodzenia i świadczenia społeczne, które odpowiadają ze niemal połowę ponoszonych kosztów. Na drugim miejscu plasują się usługi obce.

Rentowność

Marża operacyjna grupy w okresie 2005-2007 spadła z poziomu 3.2% do 1.0%. Wpływ na to miał istotny spadek w tym okresie rentowności segmentu obsługi nieruchomości. Działania restrukturyzacyjne polegające m.in. na ograniczaniu kosztów pośrednich oraz selektywnym doborze nowych kontraktów sprawiły, że Impel osiągnął w 2009 roku rentowność bez uwzględniania dotacji przysługujących ZPCh.

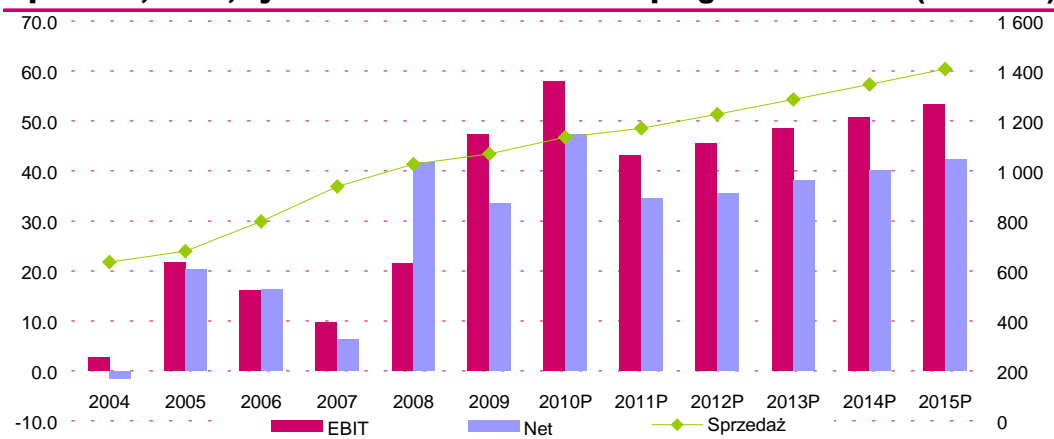
Marże operacyjne poszczególnych segmentów* i całej Grupy Impel**



Źródło: Millennium DM, spółka; * - relacja wyniku segmentu bez uwzględnienia opłat za znak towarowy i usługi zarządzania do sprzedaży na zewnątrz Grupy, ** - marża EBIT Grupy Impel (po uwzględnieniu nieprzypisanych kosztów całej Grupy i wyłączeń konsolidacyjnych)

W ubiegłym roku miała miejsce dalsza poprawa rentowności, mimo ponoszenia wyższych, w stosunku do 2009 roku, kosztów z tytułu wdrożenia zintegrowanego systemu informatycznego (SAP).

Sprzedaż, EBIT, zysk net w latach 2004-09 i prognoza do 2015 (mln PLN)



Źródło: spółka

Według naszych konserwatywnych założeń rentowność operacyjna w okresie prognozy (2011+) utrzyma się na poziomie ok 3.7%. Oznaczałoby to spadek z poziomu uzyskanego w 2009 roku (+4.4%) oraz w roku ubiegłym, na który prognozujemy 4.7%. Spadek rentowności operacyjnej spowodowany jest głównie zakładanym zmniejszeniem uzyskiwanych przez Impel wartości dotacji do stałego poziomu wynoszącego 25.8 mln PLN (spadek o 27% w stosunku do wartości dotacji uzyskanych w 2009 roku). Ustalając stałą w okresie prognozy wysokość dotacji na poziomie z roku 2008 (najniższy w giełdowej historii grupy) uwzględniliśmy ryzyko dalszych niekorzystnych zmian w przepisach dotyczących ZPCh.

Porównanie z konkurentami

Brak porównywalnych spółek

Impel jest największą w Polsce grupą spółek usługowych i nie ma na polskim rynku podmiotów, z którymi możnaby go porównać. Jedyną spółką o zbliżonym profilu działalności jest notowany na NewConnect Polman, jednak ze względu na niewielki rozmiar działalności (przychody rzędu kilku milionów PLN) trudno porównywać ten podmiot z Grupą Impel. Ciekawostką natomiast może być fakt, że historia spółki Polman sięga roku 1986, a więc jest kilka lat dłuższa od historii Grupy Impel.

Impel działa na rynku polskim w specyficznych warunkach, jakie dotyczą podmiotów o statucie ZPCh. Z tego także powodu trudno jest wprost porównywać spółkę do podmiotów zagranicznych prowadzących działalność o zbliżonym profilu, ale w odmiennym środowisku prawnym.

Wyniki finansowe

Rachunek wyników (mln PLN)

	2008	2009	2010p	2011p	2012p	2013p
przychody netto	1 028.0	1 068.9	1 134.6	1 171.4	1 227.5	1 286.1
w tym dotacje	25.8	35.6	36.9	25.8	25.8	25.8
zysk na sprzedaży	26.1	51.4	58.4	43.1	45.6	48.6
saldo pozostałej działalności operacyjnej	-4.6	-4.2	-0.5	0.0	0.0	0.0
EBITDA	43.4	68.3	83.4	69.7	72.9	76.6
EBIT	21.5	47.3	57.8	43.1	45.6	48.6
saldo finansowe	34.6	0.0	1.9	0.6	-0.6	-0.3
zysk przed opodatkowaniem	56.1	47.3	59.8	43.8	45.0	48.3
podatek dochodowy	10.2	8.8	11.4	8.3	8.5	9.2
korekty udziałów mniejszościowych	-4.3	-5.0	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0
zysk netto	41.7	33.5	47.4	34.5	35.4	38.1
EPS	2.7	2.8	3.9	2.8	2.9	3.1

Bilans (mln PLN)

	2008	2009	2010p	2011p	2012p	2013p
aktywa trwałe	187.1	182.3	224.6	225.2	226.3	227.5
wartości niematerialne i prawne	55.5	80.6	76.3	78.9	79.9	80.3
rzeczowe aktywa trwałe	64.8	63.0	67.2	65.0	65.0	65.7
inwestycje długoterminowe	66.8	38.7	81.1	81.2	81.4	81.5
aktywa obrotowe	326.6	376.2	346.7	358.7	378.5	400.6
zapasy	10.3	9.9	12.1	12.8	13.4	14.0
należności	207.4	206.3	228.7	236.2	247.5	259.3
inwestycje krótkoterminowe	106.1	155.9	100.1	104.0	111.9	121.6
rozliczenia międzyokresowe	2.7	2.8	4.0	5.7	5.7	5.7
aktywa razem	513.8	558.5	571.3	583.9	604.9	628.1
kapitał własny	275.1	267.9	309.5	320.3	338.5	358.9
kapitał mniejszości	8.4	3.5	3.4	3.4	3.4	3.4
zobowiązania i rezerwy	230.2	287.1	258.4	260.2	263.0	265.9
zobowiązania długoterminowe	22.8	25.4	24.1	24.1	24.1	24.1
zobowiązania krótkoterminowe	207.4	261.7	234.3	236.1	238.9	241.8
rezerwy na zobowiązania	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
pasywa razem	513.8	558.5	571.3	583.9	604.9	628.1
BVPS	18.2	22.0	25.5	26.4	27.9	29.5

Źródło: Prognozy Millennium DM

Cash flow (mln PLN)

	2008	2009	2010p	2011p	2012p	2013p
wynik netto	41.7	33.5	47.4	34.5	35.4	38.1
amortyzacja	22.0	21.0	25.5	26.6	27.3	28.1
zmiana kapitału obrotowego	-28.2	20.7	-46.5	-6.4	-9.3	-9.7
gotówka z działalności operacyjnej	15.9	75.9	24.5	54.0	54.1	56.8
inwestycje (capex)	-31.9	-25.4	-13.2	-27.0	-28.3	-29.1
gotówka z działalności inwestycyjnej	17.3	-20.8	-22.6	-27.0	-28.3	-29.1
wypłata dywidendy	0.0	-12.2	-18.2	-23.7	-17.2	-17.7
emisja akcji	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
zmiana zadłużenia	8.7	16.8	0.0	0.0	0.0	0.0
odsetki	-4.7	-5.6	1.9	0.6	-0.6	-0.3
gotówka z działalności finansowej	0.1	-31.3	-16.3	-23.1	-17.8	-18.0
zmiana gotówki netto	33.3	23.9	-14.4	3.9	7.9	9.6
DPS	0.0	1.0	1.5	2.0	1.4	1.5
CEPS	4.2	4.5	6.0	5.0	5.2	5.4
FCFPS	2.2	2.0	-1.2	0.3	0.6	0.8

Wskaźniki (%)

	2008	2009	2010p	2011p	2012p	2013p
zmiana sprzedaży	9.61	3.98	6.15	3.24	4.78	4.78
zmiana EBITDA	43.66	57.25	22.04	-16.33	4.50	5.15
zmiana EBIT	121.35	120.12	22.33	-25.41	5.58	6.60
zmiana zysku netto	562.87	-19.56	41.45	-27.28	2.79	7.54
marża EBITDA	4.23	6.39	7.35	5.95	5.94	5.96
marża EBIT	20.90	44.24	50.98	36.83	37.11	37.76
marża netto	40.52	31.35	41.77	29.43	28.86	29.62
sprzedaż/aktywa (x)	200.08	191.40	198.60	200.62	202.93	204.75
dług / kapitał (x)	23.78	28.09	25.27	24.62	23.61	22.58
odsetki / EBIT	22.06	11.91	-3.29	-1.49	1.28	0.60
stopa podatkowa	18.12	18.62	19.00	19.00	19.00	19.00
ROE	15.14	12.51	15.31	10.76	10.47	10.62
ROA	8.11	6.00	8.30	5.90	5.86	6.07
(dług) gotówka netto (mln PLN)	-17.6	-12.6	-27.0	-23.1	-15.2	-5.6

Źródło: Prognozy Millennium DM

Departament Analiz

Marcin Materna, CFA
Doradca Inwestycyjny
+22 598 26 82
marcin.materna@millenniumdm.pl

Dyrektor
banki i finans

Michał Buczyński
+22 598 26 58
michal.buczynski@millenniumdm.pl

Analityk
telekomunikacja, przemysł chemiczny

Marcin Palenik, CFA
+22 598 26 71
marcin.palenik@millenniumdm.pl

Analityk
paliwa i surowce, przemysł metalowy

Adam Kaptur
+48 22 598 26 59
adam.kaptur@millenniumdm.pl

Analityk
branża spożywcza, handel

Franciszek Wojtal
+48 22 598 26 05
franciszek.wojtal@millenniumdm.pl

Analityk
energetyka, papier i drewno

Maciej Krefta
+48 22 598 26 88
maciej.krefta@millenniumdm.pl

Analityk
budownictwo i deweloperzy

Sprzedaż

Radosław Zawadzki
+22 598 26 34
radoslaw.zawadzki@millenniumdm.pl

Dyrektor

Arkadiusz Szumilak
+22 598 26 75
arkadiusz.szumilak@millenniumdm.pl

Marek Przytuła
+22 598 26 68
marek.przytula@millenniumdm.pl

Jarosław Oldakowski
+22 598 26 11
jaroslaw.oldakowski@millenniumdm.pl

Kamil Dadan
+22 598 26 26
kamil.dadan@millenniumdm.pl

Paulina Rudolf
+22 598 26 90
paulina.rudolf@millenniumdm.pl

Millennium Dom Maklerski S.A.
Ul. Żaryna 2A, Harmony Office Center IIIp
02-593 Warszawa Polska

Fax: +22 598 26 99 Tel. +22 598 26 00

Objaśnienia terminologii fachowej użytej w raporcie

EV - wycena rynkowa spółki + wartość długu odsetkowego netto
EBIT - zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
WNB - wynik na działalności bankowej
P/CE - stosunek ceny akcji do zysku netto na akcję powiększonego o amortyzację na akcję
P/E - stosunek ceny akcji do zysku netto na 1 akcję
P/BV - stosunek ceny akcji do wartości księgowej na 1 akcję
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych
ROA - stopa zwrotu z aktywów
EPS - zysk netto na 1 akcję
CEPS - wartość zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
BVPS - wartość księgowa na 1 akcję
DPS - dywidenda na 1 akcję
NPL - kredyty zagrożone

Skala rekomendacji stosowana w Millennium Dom Maklerski S.A.

KUPIJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 20% potencjał wzrostu
AKUMULUJ - uważamy, że akcje spółki posiadają ponad 10% potencjał wzrostu
NEUTRALNIE - uważamy, że cena akcji spółki pozostanie stabilna (+/- 10%)
REDUKUJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o 10-20%
SPRZEDAJ - uważamy, że akcje spółki są przewartościowane o ponad 20%
Rekomendacje wydawane przez Millennium Dom Maklerski S.A. obowiązują 6 miesięcy od daty wydania, o ile wcześniej nie zostaną zaktualizowane. Millennium Dom Maklerski S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka.

Stosowane metody wyceny

Rekomendacja sporządzona jest w oparciu o następujące metody wyceny (wybrane 2 z 3):
Metoda DCF (model zdyskontowanych strumieni pieniężnych) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny przedsiębiorstw. Wadą metody DCF jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy, jak i jej otoczenia makroekonomicznego.
Metoda porównawcza (porównanie odpowiednich wskaźników rynkowych, przy których jest notowana spółka z podobnymi wskaźnikami dla innych firm z tej samej branży bądź branż pokrewnych) - lepiej niż metoda DCF odzwierciedla postrzeganie branży, w której działa spółka, przez inwestorów. Wadą metody porównawczej jest wrażliwość na dobór przyjętej grupy porównawczej oraz porównywanych wskaźników, a także wysoka zmienność wyceny w zależności od koniunktury na rynku. Metoda ROE-P/BV (model uzależniający właściwy wskaźnik P/BV od rentowności spółki) - metoda uznawana za najbardziej odpowiednią do wyceny banków. Wadą tej metody jest wrażliwość otrzymanej w ten sposób wyceny na przyjęte założenia dotyczące zarówno samej firmy (zyskowność, efektywność), jak i jej otoczenia makroekonomicznego.

Powiązania Millennium Dom Maklerski S.A. ze spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu.

Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla spółek: Aplsens, Ciech, Sygnity, Wielton, Skyline, od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium Dom Maklerski S.A. pełni funkcję animatora rynku dla spółek: Handlowy, KGHM, PGE, PKO BP, Puławy, Mieszko, PZU, PKN, Alterco, Eurofilms, Konsorcjum Stali. Millennium Dom Maklerski S.A. w ciągu ostatnich 12 miesięcy pełnił funkcję oferującego w trakcie oferty publicznej dla akcji spółek: Ferro, Bank Millennium, ZPC Otmuchów od których otrzymał wynagrodzenie z tego tytułu. Millennium TFI S.A., spółka zależna Millennium Dom Maklerski S.A., posiada 9.95% akcji spółki Graal S.A. Pomiędzy Millennium Dom Maklerski S.A., a spółkami będącymi przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania o których mowa w Rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów, które byłyby znane sporządzającemu niniejszą rekomendację inwestycyjną.

Pozostałe informacje

Nadzór nad Millennium Dom Maklerski S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Osoba lub osoby wskazane w prawym dolnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji sporządziły rekomendację, informacja o stanowiskach osób sporządzających jest zawarta w górnej części ostatniej strony niniejszej publikacji. Data wskazana w prawym górnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji jest datą sporządzenia oraz datą pierwszego udostępnienia. Nie wystąpiły istotne zmiany w stosunku do poprzedniej rekomendacji dotyczące metod i podstaw wyceny przyjętych przy ocenie instrumentu finansowego lub emitenta instrumentów finansowych oraz projekcji cenowych zawartych w rekomendacji chyba, że zostało to wyraźnie zaznaczone w treści rekomendacji. Niniejsza publikacja została przygotowana przez Millennium Dom Maklerski S.A. wyłącznie na potrzeby klientów Millennium Dom Maklerski S.A., nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych, może być ona także dystrybuowana za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Doradztwa i Analiz. Rozpowszechnianie lub powielanie niniejszego materiału w całości lub w części bez pisemnej zgody Millennium Dom Maklerski S.A. jest zabronione. Niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii. Niniejsza publikacja została przygotowana z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Millennium Dom Maklerski S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania publikacji były wszelkie informacje na temat spółki, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jej sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Millennium Dom Maklerski S.A. bez uzgodnień ze spółką będącą przedmiotem rekomendacji ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nieaktualne. Millennium Dom Maklerski S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. Inwestowanie w akcje spółki (spółek) wymienionych w niniejszej analizie wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych, ryzykiem stóp procentowych, których wyeliminowanie jest praktycznie niemożliwe. Treść rekomendacji nie była udostępniona spółce będącej przedmiotem rekomendacji przed jej opublikowaniem. Aktualizacja niniejszego raportu dokonywana jest w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka. Millennium Dom Maklerski S.A. może świadczyć usługi na rzecz firm, których dotyczą analizy. Millennium Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.

Rekomendacje Millennium DM S.A.

Spółka	Rekomendacja	Data wydania rekomendacji	Cena rynkowa w dniu wydania rekomendacji	Wycena
--------	--------------	---------------------------	--	--------

Struktura rekomendacji Millennium DM S.A. w IV kwartale 2010 roku

	Liczba rekomendacji	% udział
Kupuj	6	19%
Akumuluj	11	35%
Neutralnie	10	32%
Redukuj	3	10%
Sprzedaj	1	3%

Struktura rekomendacji dla spółek, dla których Millennium DM S.A. świadczył usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej*

Kupuj	2	8%
Akumuluj	12	50%
Neutralnie	9	38%
Redukuj	1	4%
Sprzedaj	0	0%

*ostatnie 12 miesięcy, łącznie ze spółkami, dla których MDM S.A. pełni funkcję animatora